

Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia

Debêntures de Infraestrutura: Perspectivas da Lei 12.431/11

Filipe Carneiro Bicalho

Matrícula: 10/0101364

Brasília – DF

Junho/2014

Sumário

1	Introdução	4
2	Infraestrutura e Crédito de longo prazo	6
2.1	Investimento e Infraestrutura no Brasil.....	6
2.2	Crédito de longo prazo	11
3	Debêntures.....	15
3.1	O que são Debêntures	15
3.2	Mercado de Debêntures nos últimos anos	17
4	Debêntures de Infraestrutura	21
4.1	A lei 12.431/11	21
4.2	Histórico de emissões	25
4.3	Reprovação da lei 12.431	28
4.4	O que pode ser feito?.....	31
5	Conclusão	34
6	Referências Bibliográficas:	36
6.1	Artigos	36
6.2	Notícias.....	37

Resumo

Este presente trabalho analisa diversos aspectos da lei 12.431/11, responsável pela criação das Debêntures de Infraestrutura. São abordados ainda o cenário em que a lei foi criada, e quais são as perspectivas para os impactos que esta terá, tanto no mercado financeiro, quanto no setor de infraestrutura.

Palavras-Chaves: Debêntures, Infraestrutura, crédito de longo prazo.

Abstract

This work analyses many aspects of the Brazilian law 12.431/11, which created the most commonly named “Debentures de Infraestrutura” (Infrastructure Debentures). The work addresses the economic scenario in Brazil which promoted the creation of the law, and the perspectives of the impacts that this law will have in either the financial markets, or in infrastructure itself.

Keywords: Debentures, Infrastructure, corporate bonds, long-term funding.

1 Introdução

Este trabalho busca analisar os precedentes que deram espaço à criação da lei 12.431/11 mais conhecida como a Lei das debêntures de Infraestrutura. Além disso, são abordados os aspectos mais importantes dessa lei, e a forma que ela atua como instrumento de *funding* no Brasil, dando foco para um setor deficiente no país.

A primeira parte do trabalho busca, através de dados e da literatura sobre o assunto, mostrar a importância de investimentos, em especial destinados ao setor de infraestrutura, para o crescimento e desenvolvimento dos países. Analisando o caso Brasileiro mais afundo, observa-se que, mesmo apresentando melhoras, o investimento em infraestrutura do país ainda é precário, e é considerado por autores como gargalo do desenvolvimento brasileiro. Mostra-se ainda o papel desempenhado pelo BNDES como o maior financiador de longo prazo do país, mas que recentemente tem sido criticado pelo alto desembolso de recursos públicos a um número limitado de empresas.

No segundo capítulo é apresentado o que são as debêntures e quais as suas importâncias no financiamento de longo prazo no Brasil. Nesse contexto, demonstra-se a evolução do volume de debêntures negociado ao longo dos anos, mostrando que a relevância desse instrumento vem crescendo, mas que ainda apresenta diversos problemas, em especial relacionados a seu mercado secundário falho e ilíquido.

Segue-se então para o foco do trabalho, mostrando todos os aspectos da lei 12.431/11, que cria as Debêntures de Infraestrutura (DIs). Exibe-se como que esta busca atrair os investidores privados aos projetos de infraestrutura, oferecendo isenção do imposto de renda aos rendimentos obtidos, e ainda como as empresas emissoras também saem ganhando. Com isso, é feito um comparativo das emissões de DIs com as debêntures tradicionais no mesmo período, mostrando o comportamento do mercado com relação a estas.

Porém, mesmo com esses benefícios, não tem ocorrido tantas emissões de DIs quanto se esperava, e diversas empresas que se mostravam interessadas em captar recursos através desse mecanismo estão optando por não o fazer. Para

entender o motivo disto estar acontecendo, recorre-se à opinião de analistas e especialistas do mercado, buscando um consenso.

Para concluir, procura-se a opinião dos analistas sobre quais medidas podem ser tomadas pelo governo para que esse instrumento possa ter o impacto esperado, e que assim possa ajudar o setor de infraestrutura brasileiro e consequentemente o desenvolvimento do país.

2 Infraestrutura e Crédito de longo prazo

2.1 Investimento e Infraestrutura no Brasil

Entre os diversos conceitos atribuídos à infraestrutura, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) define-a como “o conjunto de estruturas de engenharia e instalações – geralmente de longa vida útil - que constituem a base sobre a qual são prestados os serviços considerados necessários para o desenvolvimento produtivo, político social e pessoal”. (BID, 2000)

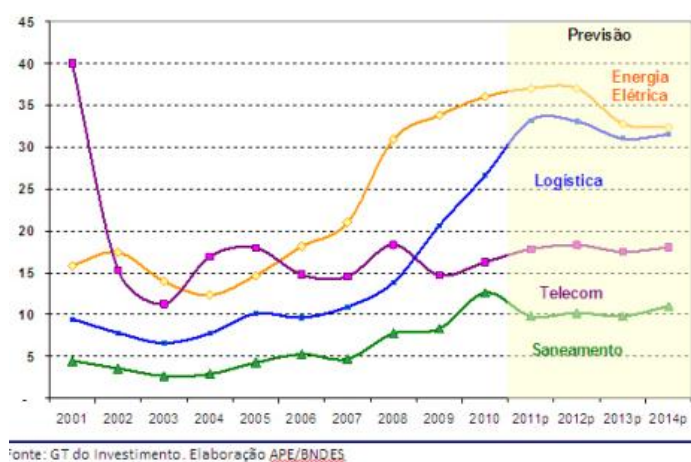
Diversos estudos na literatura econômica buscaram, e ainda buscam, mostrar a importância do investimento em infraestrutura no crescimento e desenvolvimento das economias. Teorias apresentadas ainda na primeira metade do século, como, por exemplo, os modelos de Harrod-Domar (1939, 1946) e Solow (1956), apresentaram resultados que apontam que o investimento é de grande importância para o crescimento econômico. Mais especificadamente, os investimentos em infraestrutura têm frequentemente chamado a atenção de economistas, que muitas vezes consideram este tipo de investimento crucial para que haja um aumento da produtividade que se sustente ao longo do tempo. Entretanto, o esforço para melhorar a infraestrutura de um país é grande, e são poucas as nações que conseguem sustentar um nível de investimento neste ramo sem reduções que comprometam a integridade e qualidade dos serviços (Frischtak, 2009).

Entre 2006 e 2009, o Brasil investiu 2,1% do PIB em infraestrutura. Entretanto, estudo do Banco Mundial avalia que seria necessária uma relação investimento/PIB, em infraestrutura, da ordem de 3,0% ao ano apenas para manter o estoque de capital existente, acompanhar o crescimento e as necessidades da população, e universalizar os serviços de água, luz e saneamento. Artigo escrito pela Morgan Stanley (2010) mostra que, no Brasil, esse percentual deveria ser da casa de 4% pelos próximos 20 anos para que o país possa alcançar o nível de infraestrutura do Chile, atual líder da América do Sul. Já para alcançar níveis de países industrializados do Leste Asiático, esta taxa deveria se manter entre 5% e 7% nos próximos 20 anos.

De acordo com Roberto Fantoni, sócio da McKinsey no Brasil, o investimento em infraestrutura no Brasil deveria ser de R\$ 266,2 bilhões por ano, ou seja, algo entre 5% a 5,5% do PIB brasileiro. Para Fantoni, somente assim o país poderia manter um crescimento de 4,5% a 5% ao ano e se comparar com países como Índia e China, que investem em infraestrutura 4,7% e 8,5% de seus PIBs respectivamente. Para ele, existem três obstáculos principais no caminho, sendo o ambiente regulatório, a disponibilidade de capital e a qualidade de projetos, e para corrigir isso ele propõe duas iniciativas: Um plano nacional de investimentos, e a criação de fóruns setoriais, juntando setor público e empresas para resolver problemas específicos. (Estadão, 2014)

De acordo com Mourougane e Pisu (2011), as taxas de investimento em infraestrutura no Brasil começaram a subir a partir de 2007, após quase três décadas de baixa dedicação. O gráfico a seguir mostra o total de investimento em infraestrutura no Brasil, dividido pelos seus principais setores. Nele é possível perceber a falta de empenho do governo em setores como logística e saneamento no início dos anos 2000.

Gráfico 1 – Investimento nos setores da Infraestrutura



Fonte: IPEADATA e Banco Central¹

¹ <http://www.dihitt.com/barra/perspectiva-de-investimentos-em-infraestrutura-2011-2014>

Em 2007, no governo do então presidente Luiz Inácio Lula da Silva, foi criado o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC²), com o intuito de promover a retomada do planejamento e a execução de grandes obras de infraestrutura, em todos os seus setores. Nos primeiros quatro anos, o PAC elevou de 1,62% para 3,27% a relação entre investimento público do Brasil e o PIB, ajudando ainda a gerar recorde de criação de empregos no período.

Em 2011, o PAC entrou em sua segunda fase, junto com o início do governo da presidente Dilma Rousseff. Com três anos passados e mais de 75% dos projetos executados, o que representa um gasto de, aproximadamente, R\$ 773 bilhões, o país teve em 2013 um aumento na formação bruta de capital fixo de 6,3% em comparação ao ano de 2012. Desse total, 33% foram destinados ao financiamento habitacional, 26% foram executados por empresas estatais, e apenas 19% pelo setor privado.

O incentivo dado à infraestrutura pelo PAC surge em um momento delicado do país. O Brasil ainda apresenta situação precária em portos e rodovias, tornando os custos de transporte e de logística elevados, tanto para empresas nacionais, quanto para as estrangeiras que tentam expandir seus negócios no país. Dias e Lima (2008) falam sobre o aumento dos fluxos comerciais no Brasil, com o intuito de mostrar a importância do investimento em infraestrutura para o seu desenvolvimento. Pesquisa de custos logísticos no Brasil, feita pela Fundação Dom Cabral (2012), apresenta dados sobre os problemas desse setor, buscando soluções para reduzir esse custo que prejudica a competitividade de empresas que necessitam escoar seus produtos pelo país.

Mesmo com a evolução do investimento nos últimos anos, o Brasil ainda é um país que investe relativamente pouco em infraestrutura. Estudo feito pelo Grupo de Trabalho do Investimento do BNDES aponta que da composição total de investimentos no país durante os últimos 4 anos, apenas 13% é referente à infraestrutura (Dados de outubro de 2013).

² www.pac.gov.br. Último acesso: 09/06/2014

Tabela 1 – Gastos e Previsões em Infraestrutura

Setores	Em R\$ bilhões de 1o. Tri 2013		Variação (%)
	2009-2012	2014-2017	
Petróleo e Gás	311	458	47
Extrativa Mineral	70	48	(32)
Automotivo	45	74	67
Papel e Celulose	18	19	4
Química	21	25	20
Siderurgia	33	10	(68)
Eletroeletrônica	21	26	26
Complexo Ind. da Saúde	10	13	29
Aeronáutica	3	9	175
Demais da Ind.	354	418	18
Indústria	885	1.100	24
Energia Elétrica	171	176	3
Telecomunicações	93	125	34
Saneamento	40	45	13
Transp. Rodoviário	54	62	16
Ferrovias	28	59	108
Portos	15	34	124
Aeroportos	7	8	20
Infraestrutura	408	510	25
Residências	711	867	22
Agricultura e Serviços	1.150	1.505	31
Total	3.154	3.982	26

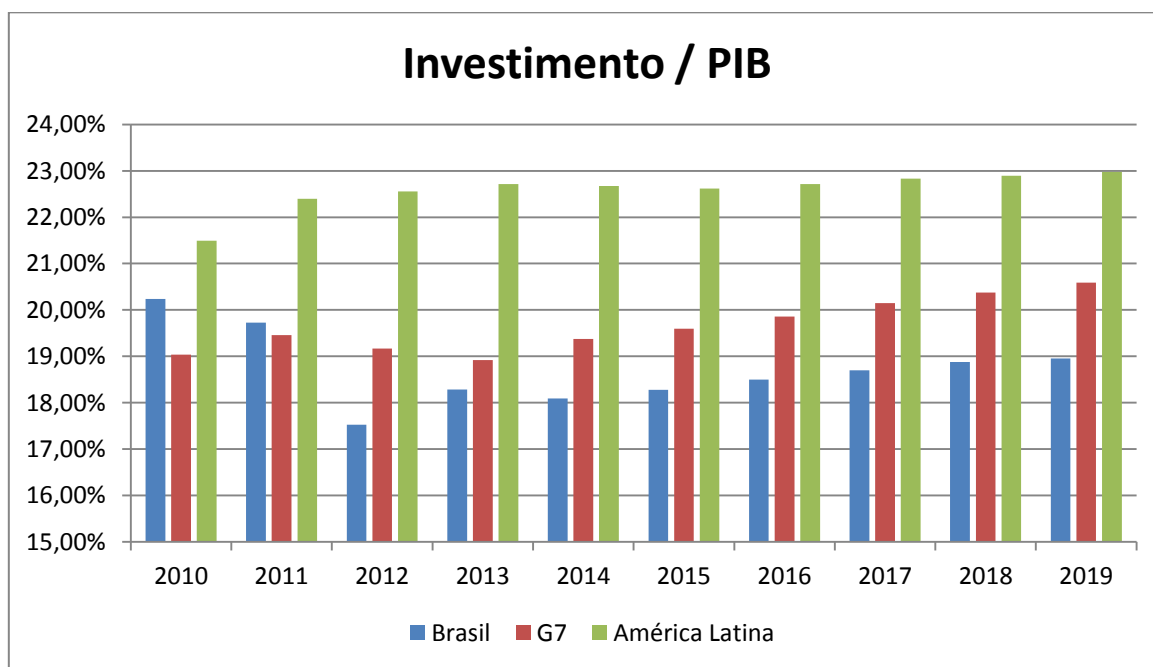
Fonte: Perspectivas de Investimento BNDES – Outubro/13

Com perspectiva de aumento de 25% para os próximos 4 anos, os investimentos em infraestrutura ainda não são suficientes para suprir a carência do país nesse setor. Utilizando as previsões de investimento feitas pelo BNDES, teremos aproximadamente R\$ 1,0 trilhão investido anualmente para os próximos 4 anos, e considerando que o PIB brasileiro em 2013 foi de R\$ 4.840 bilhões (IBGE), o percentual investimento/PIB é de aproximadamente 20% apenas. De acordo com previsões feitas pelo Fundo Monetário Internacional - FMI, o cenário é ainda pior para os próximos anos, com uma média de 18,5% para essa relação.

Analizando a Tabela 2, com dados do FMI, percebe-se que esse valor é abaixo da média mundial para os próximos anos, de aproximadamente 25%. Fica abaixo ainda da média dos países da América Latina, que prevê uma relação entre investimento e PIB acima de 22%.

Tratando-se apenas do investimento em infraestrutura, o cenário é ainda pior: a previsão é de R\$ 127,5 bi por ano, fazendo com que o Brasil invista apenas 2,63% do PIB em infraestrutura por ano, taxa insuficiente para até mesmo manter o estoque de capital no País.

Gráfico 2 – Relação Investimento / PIB no mundo



Fonte: FMI – World Economic Outlook³

³ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>

2.2 Crédito de longo prazo

É por intermédio do crédito que agentes econômicos obtêm recursos necessários para o crescimento, como, por exemplo, empresas que buscam realizar investimentos produtivos sem a necessidade de possuir todo o capital necessário.

O crédito no Brasil apresentou ao longo de sua história algumas características marcantes, como, por exemplo, escassez e custo alto. Este último é referente, em grande parte, ao fato de que o Brasil tem um histórico de altas taxas de juros, principalmente entre os períodos de 1990 a 2008. Com isso, o crédito para o setor privado nas últimas décadas foi consideravelmente baixo, embora, outros países na América Latina também apresentassem resultados semelhantes (Torres Filho e Macahyba, 2014).

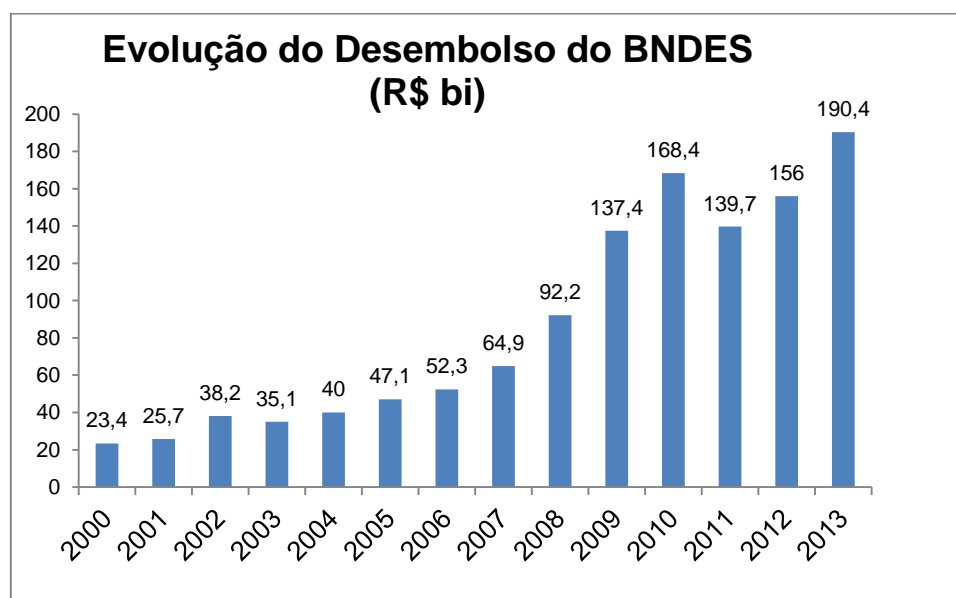
Entretanto, nos últimos 10 anos, esse cenário apresentou mudanças significativas. Torres e Macahyba (2014) mostram que em 2004, o crédito privado atingia 37% do PIB, e vem crescendo a uma taxa de 15% ao ano em termos reais. Em 2011, essa relação alcançou o nível de 78%, acima da média mundial de 66%, e acima de outros países latino americanos. Ainda assim, este nível ainda se encontra muito abaixo de alguns países emergentes como África do Sul e China, onde ambos já superaram os 140%.

Investimentos em infraestrutura normalmente exigem um grande volume de recursos, de modo que para que estas obras possam ser realizadas, há também a necessidade da obtenção de um volume elevado de crédito, com longo prazo de pagamento. Desta maneira, diversas instituições financeiras, principalmente no Brasil, evitam correr riscos oferecendo crédito a projetos deste tipo, o que se torna um grande empecilho a importantes obras de infraestrutura. Waldery Junior (1997) analisa a participação de investidores privados em negócios de infraestrutura no Brasil, mostrando a importância das garantias desses negócios como forma de mitigar os riscos envolvidos nesse tipo de operação.

De acordo com Hermann (2010), essa incerteza, somada aos custos característicos de operações financeiras de longo prazo, são os principais entraves à participação do mercado financeiro nesses negócios, justificando a atuação de bancos públicos. Além disso, para o autor, a necessidade de autonomia financeira para a implementação de políticas de desenvolvimento, e a atuação anticíclica no mercado de crédito, também justificam a atuação destes bancos.

Nesse sentido, surgiu em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o BNDE, que posteriormente, em 1982, passaria a ser chamado de Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES. O banco tem o papel de ser o grande fornecedor de crédito a projetos de investimentos que contribuam para o crescimento do país, investindo principalmente nos setores mais precários do país. Fornecendo taxas de juros abaixo das taxas de mercado, por meio de subsídio do governo, o BNDES tornou-se a principal instituição de empréstimos de longo prazo do país, sendo ainda uma das maiores do mundo. (BNDES, 2014)

Gráfico 3 – Desembolso do BNDES

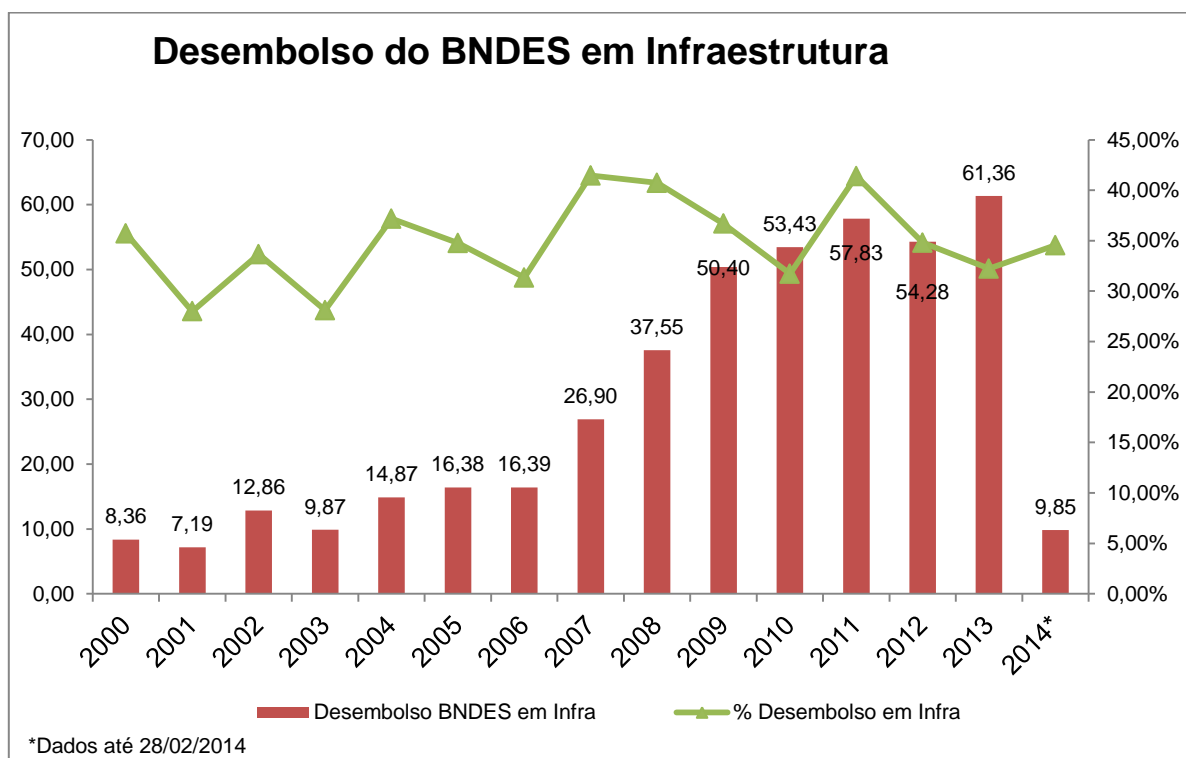


Fonte: Boletim de Desempenho BNDES (2014; 02)

O gráfico 3 mostra a evolução do papel do BNDES no financiamento do país desde o início do século. É possível observar ainda o seu papel anticíclico, que mesmo durante a crise de 2008 e 2009, manteve crescimento no desembolso, estimulando o a economia em momento de recessão.

A Tabela 3 mostra o desmembramento dos R\$ 28,5 bilhões investidos em 2014 por setores. Desse total, 35% foram destinados a investimentos em infraestrutura, enquanto 30% foram para a indústria, 24% para comércio e serviços e o restante para agropecuária. Entre fevereiro de 2013 e de 2014, o BNDES investiu um total de R\$ 197,7 bilhões, sendo deste total 34% em infraestrutura.

Gráfico 4 – Desembolso do BNDES em infraestrutura



Fonte: Boletim de Desempenho BNDES – Fevereiro 2014

O gráfico acima mostra que mesmo aumentando o total investido em infraestrutura nos últimos anos, o percentual investido nesse setor em relação ao total desembolsado se manteve abaixo da média histórica de 34,8%.

No entanto, o governo já anunciou que pretende reduzir os desembolsos do BNDES, e de acordo com Bruno Constantino, sócio da XP Investimentos, este banco não é suficiente para conter a necessidade de investimentos em infraestrutura que o país tem. De acordo com Júlio Gomes, Ex-Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, a redução de transferências do Tesouro Nacional ao BNDES pode provocar uma redução relevante da oferta de recursos de longo prazo, e por isso deve ser aplicada com cautela. (Ministério da Fazenda, 2014)

O Brasil não pode deixar de procurar seu próprio modelo de financiamento e, nesse sentido, um impulso em seu mercado de capitais com recursos voluntários poderia representar um caminho.

Dessa forma, as Debêntures de Infraestrutura se tornam interessantes e necessárias para manter os investimentos neste setor no país. Antes de entrar em pormenores das características desse incentivo fiscal dado a esse instrumento financeiro, vamos detalhar a importância das debêntures e a evolução destas no tempo como financiamento de longo prazo complementar ao BNDES.

3 Debêntures

3.1 O que são Debêntures

Para detalhar os efeitos da lei 12.431, vamos primeiro esclarecer o que são debêntures e qual seu papel no investimento do Brasil. De acordo com cartilha⁴ que visa a explicar sobre essa modalidade de financiamento aos investidores, elaborada pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capital), debêntures são: “Valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo que asseguram a seus detentores direito de crédito contra a companhia emissora” (pg 03). Os registros mostram que este tipo de título surgiu em conjunto com a Lei nº 6.404/76, a chamada Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), pois é só a partir de então que estas emissões começaram a ser regularizadas.

Dessa forma, toda e qualquer S.A. tem a opção de emitir debêntures, tanto para o mercado, quanto para entes privados, sempre com o intuito de obter recursos que possam ser pagos a médio e longo prazo. Muitas vezes esse título torna-se mais atraente do que buscar financiamentos junto a bancos e reduz os custos das operações de mútuos bancários. O fato de cada emissão de debênture ter uma escritura já padronizada torna mais acessível esse tipo de investimento para pequenos investidores, alcançando, mais recentemente, pessoas físicas.

Para os investidores, esse instrumento é muito interessante, pois além de poder diversificar sua carteira em várias empresas de diversos setores, o rendimento é fixo, e normalmente superior a investimentos feitos em títulos públicos equivalentes. Mas o investidor deve levar em conta os riscos dessa operação, pois não são todas as empresas que conseguem gerar receitas suficientes para arcar com seus compromissos financeiros, sofrendo riscos de inadimplência ou *default*. Muitas vezes os riscos estão relacionados a aspectos setoriais em que as empresas estão envolvidas, podendo ter seus resultados econômicos alterados por fatores externos. Para evitar que os investidores possam ter maior conhecimento em relação a estes riscos, muitas das

⁴ http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf. Último acesso: 09/06/14.

emissões públicas são primeiramente analisadas por agências classificadoras de risco, que elaboraram um relatório de risco e atribuem notas de acordo com a probabilidade de *default* e não cumprimento das obrigações das empresas emissoras.

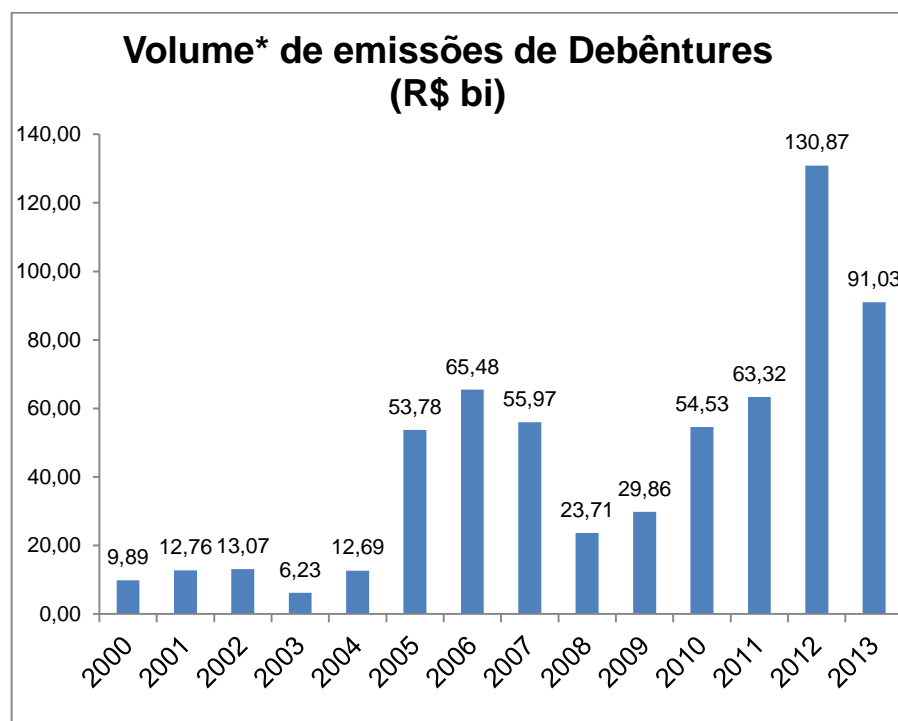
Por apresentar riscos de crédito maiores do que títulos públicos federais, para que as debêntures consigam atrair os investidores, o retorno destas deve ser maior do que o dos títulos públicos. Dessa forma, os investidores que planejam comprar debêntures devem fazer uma análise de risco e retorno. De modo geral, empresas emissoras que apresentem risco menor, e consequentemente uma nota de risco melhor atribuída à emissão, costumam emitir suas debêntures pagando taxas de juros menores aos investidores. Da mesma forma, ao investir em empresas que apresentam maiores riscos e probabilidades maiores de *default*, os investidores exigem uma taxa de retorno maior em comparação a títulos públicos equivalentes.

Uma prática comum de mercado é o processo de *bookbuilding*. Ele consiste em um teste de sensibilidade do mercado, onde uma empresa que pretende emitir debêntures estabelece um rendimento teto de emissão, sendo o máximo que ela está sujeita a pagar. Cada investidor que tenha a intenção de comprar esse título deve enviar uma carta de intenção à empresa em uma data específica, informando quantas debêntures pretende comprar, e qual taxa ele exige da empresa. A empresa analisa todas as cartas, e junta todos os investidores que alcancem o volume da emissão à menor taxa de juros exigida pelos investidores. Com essa prática, as empresas conseguem emitir a juros menores caso a demanda pelos títulos seja alta, fazendo com que a oferta e a demanda alcancem um equilíbrio para cada emissão.

3.2 Mercado de Debêntures nos últimos anos

Desde os anos 2000, o mercado de emissões de debêntures tem evoluído em grande velocidade, agindo como um mecanismo importante de financiamento de longo prazo.

Gráfico 5 – Histórico de emissão de debêntures



Fonte: Anbima

*Emissões cadastradas no Sistema Nacional de Debêntures - SND

No gráfico acima, pode-se perceber que nos anos 2000 o mercado cresceu de forma expressiva, e apresentou uma fredda durante os anos da crise financeira de 2008. Entretanto, a partir de 2010 o mercado de debêntures recupera, e em 2012 há uma grande quantidade de emissões, no valor de R\$ 130 bilhões de reais emitidos, devido, em grande parte, a reduções da taxa de juros básica da economia, chegando ao mínimo histórico de 7,25% a.a.

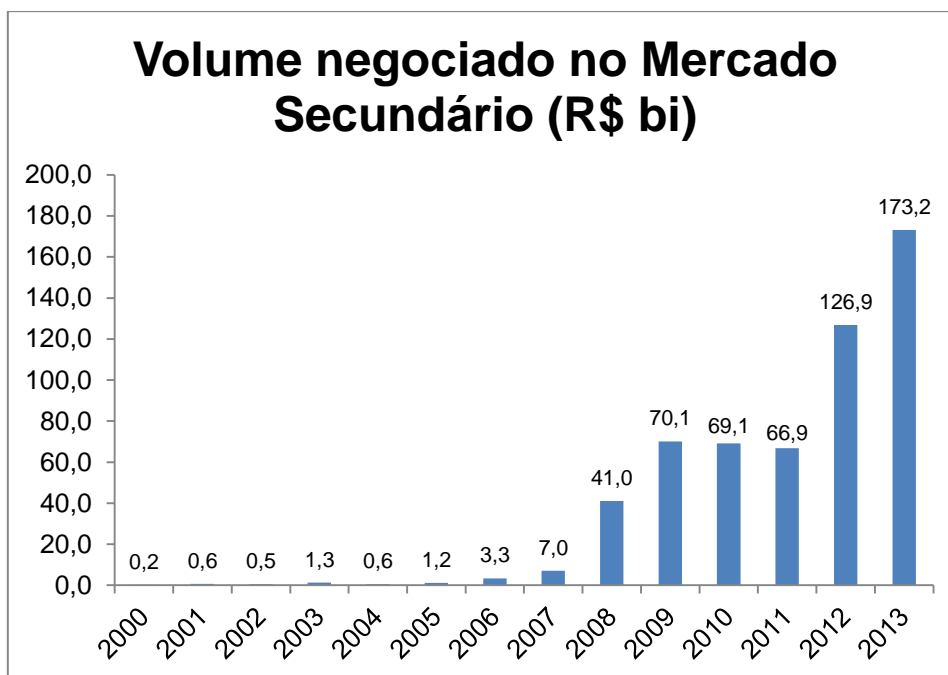
O ano de 2013 foi caracterizado por um ano de incertezas no Brasil e o retorno de alta na taxa de juros brasileira para conter a inflação, fazendo com que as empresas preferissem se financiar no curto prazo, e dessa forma o volume de crédito de longo prazo diminuísse. Desse modo, as emissões recuaram 30% em relação ao ano anterior. Essa incerteza e juros altos permanecem no ano de 2014, e espera-se que o volume de emissões seja ainda menor do que em 2013, com muitas empresas aguardando o resultado das eleições presidenciais para poder captar recursos.

O mercado de crédito privado brasileiro ainda é considerado bem jovem, e pouco utilizado se comparado com países desenvolvidos. Torres e Macahyba (2014) analisam esse mercado e o comparam com o mercado de crédito britânico, apresentando alguns problemas, mas afirmando o seu potencial para crescer. Os autores resumem estes problemas em quatro pontos, sendo eles:

- Elevada concentração no mercado primário. O volume negociado nas emissões ainda é muito elevado em comparação ao que é negociado posteriormente no mercado secundário. Isso ocorre muitas vezes pela opção dos investidores de manterem o retorno até o vencimento, desconsiderando o ganho que poderiam ter no mercado secundário.

- Baixa liquidez do mercado secundário. Resultado de diversos fatores, como, por exemplo, a concentração de papéis no mercado primário, as debêntures negociadas diariamente são poucas, e o volume destas é muito baixo. Mesmo apresentando um crescimento expressivo do volume negociado no nesse mercado secundário nos últimos anos, ele ainda é pouco utilizado pelos investidores de forma geral. Isto resulta em uma falta de interesse dos investidores, principalmente estrangeiros, em comprar papéis do mercado primário, pois muitas vezes, com a baixa liquidez no secundário, eles se tornariam presos àquele papel.

Gráfico 6 – Volume no mercado secundário

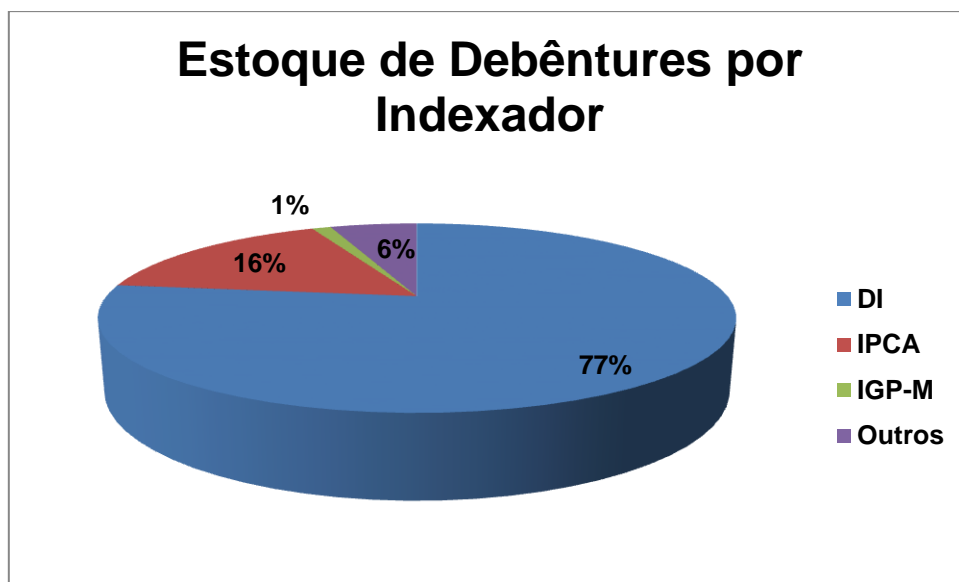


Fonte: Anbima

- Pouca transparência na formação de preços. Atualmente, no mercado secundário de debêntures, um dos maiores problemas é a precificação dos papéis. Não há mecanismos claros de como são estabelecidos os preços e as taxas de negociação, nem quais fatores que de fato influenciam estes preços ao longo do tempo. Dessa maneira, investidores ficam receosos de entrar neste mercado.

- Elevada preferência do investidor por títulos indexados à taxa de juros de um dia. De acordo com dados da ANBIMA, mais de 77% do estoque de debêntures atualmente são de títulos indexados à taxa DI. Isto é justificado, em grande parte, pelo fato de quase 80% deste estoque estar concentrado em bancos, que negociam a essa taxa diariamente. Outro fator que justifica essa concentração é o uso do CDI como *benchmark* na indústria de fundos de investimento, fato que vem desde a época anterior ao plano real, onde investidores protegiam suas aplicações contra as taxas de inflação aplicando no CDI.

Gráfico 7 – Debêntures por indexador



Fonte: Anbima

4 Debêntures de Infraestrutura

4.1 A lei 12.431/11

Levando em consideração a precária situação do investimento em infraestrutura já discutido no segundo capítulo, no dia 24 de junho de 2011, a presidente da República Dilma Rousseff, sancionou a lei 12.431/11, conhecida como a Lei das Debêntures de Infraestrutura (DIs). A lei fornece incentivos fiscais a investidores, brasileiros e estrangeiros, que estejam dispostos a investir em títulos de crédito de projetos de infraestrutura.

A lei é dividida em dois principais artigos, propondo dois tipos de emissões diferentes com incentivos fiscais. As emissões regidas pelo primeiro artigo são referentes a títulos privados de longo prazo, inclusive debêntures, fornecendo isenção fiscal aos rendimentos apenas dos investidores estrangeiros, sem necessariamente proporcionar recursos para infraestrutura. Entretanto, o foco deste trabalho é referente ao segundo artigo da lei, que cria as Debêntures de Infraestrutura.

Com o segundo artigo da lei 12.431, os investidores como pessoa física recebem a total isenção fiscal nos rendimentos obtidos das debêntures de infraestrutura, ficando livres do imposto de renda, que varia entre 15% e 22,5%, de acordo com o prazo, nos investimentos de renda fixa do Brasil. No caso de pessoas jurídicas investindo, o imposto de renda passa a ser de 15% para investimento nesse tipo de debênture, enquanto o valor chega a 25% em outros investimentos similares. A tabela a seguir compara o regime tributário entre as DIs e as debêntures convencionais:

Tabela 2 – Comparação Tributária

Investimento	Investidor	Imposto de Renda	IOF / Câmbio
Debêntures Incentivadas	Pessoas Físicas	0%	-
	Pessoas Jurídicas	15%	-
	Não-Residentes	0%	0%
Debêntures	Pessoas Físicas	15%	-
	Pessoas Jurídicas	25%	-
	Não-Residentes	15%	0%*

Fonte: Lei 12.431 e Instrução Normativa Receita Federal do Brasil 1.022

*Passou de 6% para 0% em junho de 2013

Outro fator do incentivo que chamava a atenção dos investidores não residentes, é que, além de receberem isenção no imposto de renda, contavam ainda com uma isenção no Imposto sobre Operações Financeiras. Entretanto, em Junho de 2013, o governo aprovou a eliminação deste mesmo imposto para todas as operações de renda fixa no Brasil, com o intuito de manter dólares no país. Dessa forma, o benefício que era dado somente às DIs passou a ser generalizado.

Para que haja um controle sobre quais empresas podem emitir as DIs, a lei limita essas emissões às Sociedades de Propósito Específico, chamadas de SPE. Esse tipo de sociedade usualmente é criado para grandes projetos, podendo até formar uma espécie de consórcio. Além disso, para que esses projetos sejam caracterizados como DIs, devem ainda ser considerados como “prioritários”, voltados exclusivamente a investimentos na área de infraestrutura e aprovados pelo ministério setorial responsável. Dessa forma, os projetos devem visar à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação, ou modernização de um dos seguintes setores:

- Logística e Transporte;

- Mobilidade Urbana;
- Energia;
- Telecomunicações;
- Radiodifusão;
- Saneamento Básico;
- Irrigação.

As DIs devem ainda cumprir com alguns pré-requisitos em suas características, como por exemplo, prazos médios acima de 4 anos, e remunerações vinculadas a taxa referencial ou a índices de preços, como por exemplo, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA. A lei apresenta ainda um prazo, válido somente para emissões que ocorram antes do dia 31 de dezembro de 2015.

Cada ministério possui requerimentos diferentes para que os projetos possam ser aceitos. Entretanto, todos exigem o preenchimento de formulário, especificando as características dos projetos, além de previsão dos prazos. Com esse documento, cada ministério responsável deve analisar e julgar se os projetos são considerados prioritários, e, se for o caso, abrir a portaria no diário oficial da união, permitindo então que as empresas possam realizar a emissão de debêntures incentivadas.

Assim como analisado previamente, o investimento em projetos de infraestrutura, normalmente, não é muito atrativo para os investidores, dado que apresentam riscos e prazos maiores. Com isso, as empresas que buscavam financiamento para este tipo de investimento, quase sempre recorriam ao BNDES, e muitas vezes isso não era possível em função do recurso limitado desse banco. A segunda alternativa era buscar investidores no mercado de debêntures, tendo que oferecer altas taxas de retorno para conseguir o volume de crédito necessário para tais investimentos. O investidor fica ainda receoso de adquirir este título, pois na maioria dos casos, a única garantia que ele tem é dos recebíveis destas SPE, que ocorrem apenas quando o projeto estiver finalizado.

Fernando Camargo, economista especialista em debêntures, afirma que o objetivo desse tipo de papel é de complementar o BNDES, que vem desempenhando papel importante no investimento em infraestrutura, mas já apresenta sinais de que não vai conseguir atender a todo o mercado. Para Camargo, essa necessidade de desenvolver o mercado de debêntures rapidamente surge para que a economia não pare. (Jornal da Energia, 2014)

A lei 12.431/11 busca resolver os problemas dos dois lados, tanto da oferta quanto da demanda. Ao oferecer uma redução de alíquota do imposto de renda, incentiva os investidores, dado que seus lucros serão maiores do que outros investimentos que apresentam o mesmo retorno. Com isso, a demanda por esse tipo de título é estimulada, fazendo com que os investidores privados participem mais do desenvolvimento da infraestrutura no país.

Outro fator que tem afetado a demanda é o valor de face das debêntures de infraestrutura, que estão sendo emitidas a preços mais acessíveis a pessoas físicas. Muitas destas emissões têm o valor inicial de R\$ 1.000,00, e somado isto à isenção fiscal, espera-se atrair pequenos investidores que a princípio não se interessavam pela estrutura das debêntures. Com as DIs, os investidores do mercado secundário acabam não sendo penalizados com a bitributação que ocorreria, sendo recolhidos impostos no momento da troca de proprietário do papel e novamente na data de pagamento dos cupons.

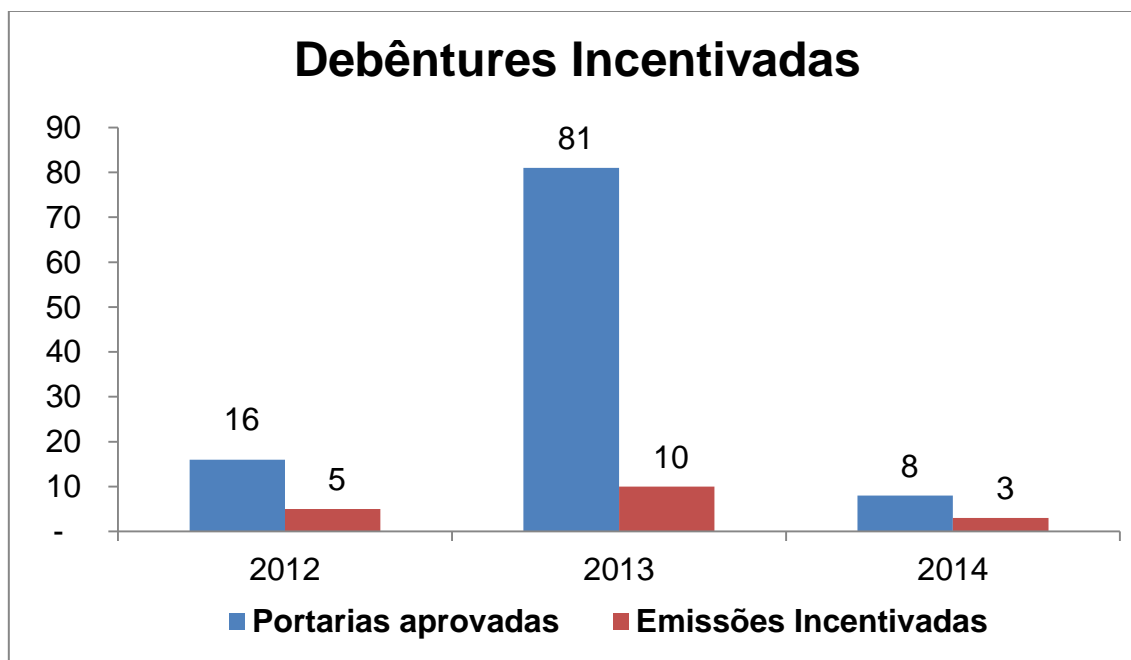
Essa maior acessibilidade ao mercado promove também um desenvolvimento desse mercado secundário. De acordo com Bruno Constantino, da XP Investimentos, a liquidez só é possível com a pessoa física, e essa liquidez atrai cada vez mais o investidor estrangeiro que não se sente confortável em ficar preso às volatilidades do mercado brasileiro (Fazenda, 2014). Entretanto, as pessoas físicas ainda possuem limitações para negociar no mercado secundário, já que ele só é acessível a pessoas com no mínimo R\$ 300 mil investidos.

Não são somente os investidores que saem ganhando com esse incentivo. As empresas que emitem as DIs acabam se beneficiando da maior demanda por essas debêntures, e na maior parte dos casos, consegue emití-las a taxas de retornos menores do que títulos com características semelhantes, permitindo que se endividem menos.

4.2 Histórico de emissões

Desde que a lei foi criada, muitas empresas se mostraram interessadas nesse novo tipo de instrumento, porém demorou certo tempo para os projetos começarem a ser aprovados pelas portarias exigidas, sendo que a primeira aprovação ocorreu somente dia 26 de junho de 2012, um ano após a promulgação da lei. Entretanto, por diversos motivos, as emissões não estão ocorrendo. Do total de 105 portarias abertas até o final de abril de 2014, totalizando aproximadamente R\$ 118 bilhões, ocorreram somente 18 emissões incentivadas, totalizando apenas R\$ 8,8 bilhões.

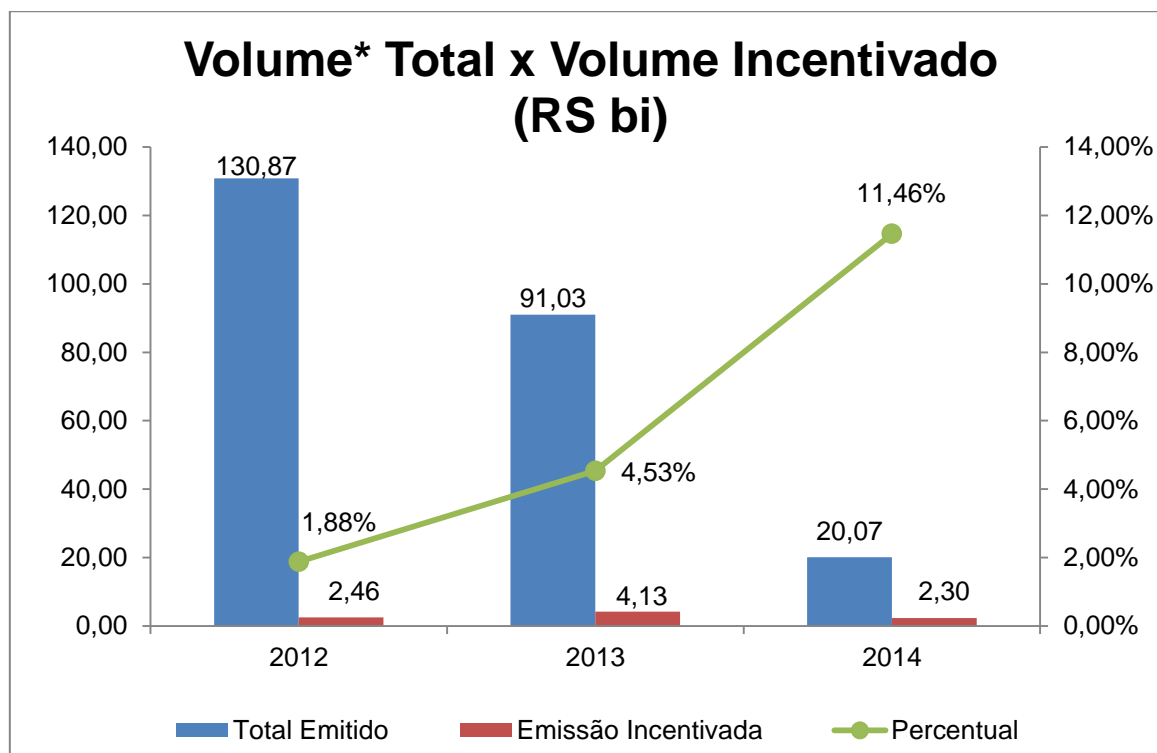
Gráfico 8 – Comparação entre portarias aprovadas e emissões de DIs



Fonte: Anbima

Comparando as emissões incentivadas com o total de emissões de debêntures, pode-se observar que as emissões de DIs ainda são pouco relevantes. Só a partir do começo desse ano que as debêntures incentivadas começaram a ter um papel mais relevante, porém, devido em grande parte a uma emissão de R\$ 1 bilhão da Vale.

Gráfico 9 – Comparação entre volume de debêntures total e DIs



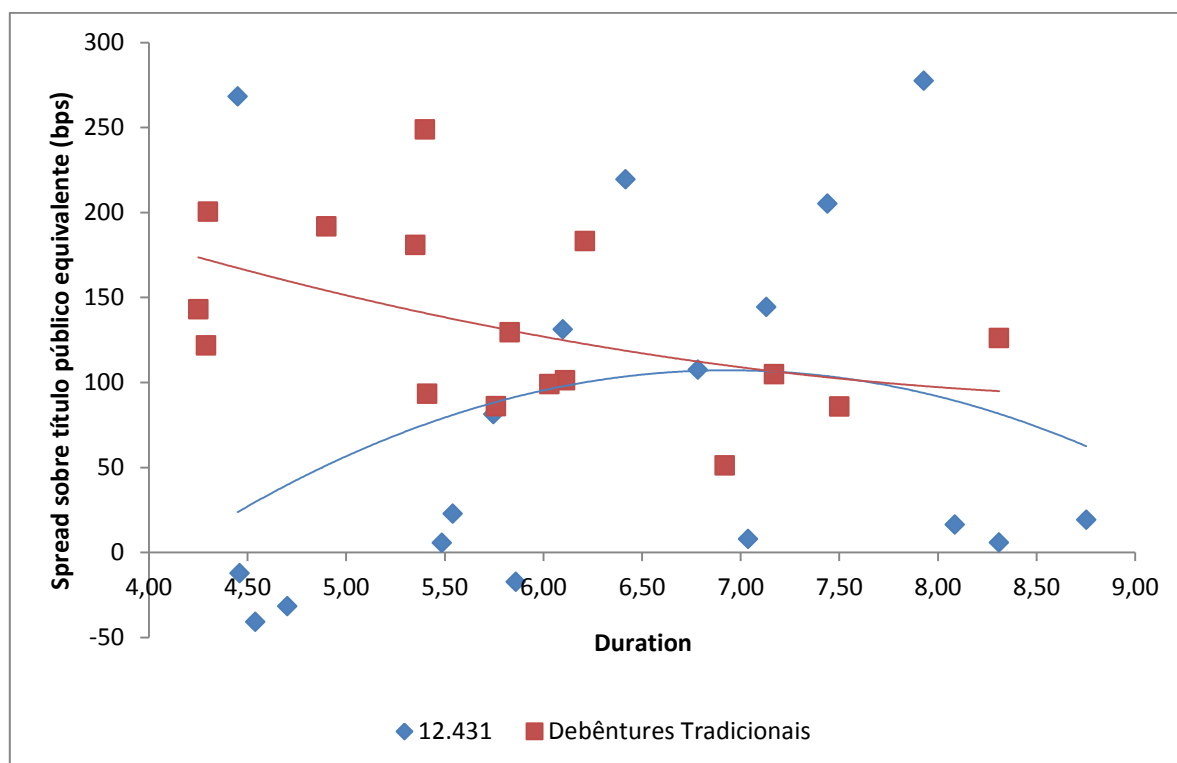
Fonte: Anbima

*Emissões cadastradas no Sistema Nacional de Debêntures - SND

Aprofundando a análise destas emissões, e comparando-as com as debêntures tradicionais, é possível observar a redução nos juros pagos aos credores, e que quase a totalidade das emissões teve seu rendimento atrelado ao IPCA. Dado que durante os últimos anos houve grande volatilidade na taxa de juros básica da economia,

para fazer essa comparação, utiliza-se o *spread* das debêntures sobre os títulos públicos de *duration* equivalente, gerados por meio da técnica chamada *spline*⁵.

Gráfico 10 – Dispersão do *spread* de debêntures tradicionais e DIs



Fonte: Anbima

O gráfico 10 utiliza dados referentes às emissões atreladas ao IPCA desde o início de 2013. É possível observar ainda a existências de emissões incentivadas que tiveram seus rendimentos muito próximos, ou até menores, do que títulos públicos equivalentes. As Debêntures de Infraestrutura que tiveram uma nota de *rating* melhor, como por exemplo, a emissão da Vale S.A. no valor de R\$ 1 bilhão, tiveram também o *spread* sobre o título público equivalente mais baixo, apenas 0,05% no caso da Vale. Enquanto isso, a emissão de debênture tradicional que apresentou o menor *spread* foi uma emissão de R\$ 450 milhões do Iguatemi S.A., com 0,5%.

⁵*Spline* é uma curva definida através de pontos de controle. Utiliza-se esta para encontrar qual seria o rendimento de um título público se existisse um título destes com a *duration* igual à debênture a ser comparada.

No gráfico acima e na Tabela 4, podem ser percebidas algumas emissões que fugiram do padrão, e que mesmo tendo o benefício da lei 12.431, foram emitidas com elevado spread sobre título público. O primeiro caso é da emissão da Concessionaria Auto Raposo Tavares S.A, que emitiu sua debênture incentivada pagando um *spread* de 2,77% sobre título público. Isso ocorreu, pois a emissão ocorreu em um período de mínima histórica dos juros, e consequentemente baixo rendimento dos títulos públicos. Além disso, a emissão teve a nota de *rating* atribuída à emissão de “A+”, relativamente baixa se comparada com as outras emissões incentivadas. Outra DI que apresentou alto *spread* foi a da Usina Termelétrica Pernambuco III, de 2,68% sobre título público equivalente, devido às incertezas do setor elétrico brasileiro no momento da emissão, gerando desconfiança dos investidores.

Vamos discutir entender quais os motivos que levaram a essa baixa adesão, que, mesmo com os investidores aceitando retornos abaixo de títulos públicos, vêm caracterizando a lei como inócua.

4.3 Reprovação da lei 12.431

Não restam dúvidas de que a proposta de incentivo ao setor de infraestrutura que surgiu através da lei 12.431 não teve o impacto que se esperava. O incentivo fiscal proporcionado pelas DIs mostrou-se interessante para favorecer tanto investidores quanto às empresas do setor, mas acabou sendo deixado de lado por diversos motivos.

Para Guilherme Lacerda, diretor de Infraestrutura Social do BNDES, o maior desafio do financiamento em infraestrutura é fazer com que os projetos, geralmente complexos, saírem do papel (Brasil Econômico, 2014). Esse desafio vem sendo aplicado também às emissões de debêntures incentivadas, e o mercado ainda não encontrou um consenso sobre o real empecilho para isso, mas acredita-se que existem problemas tanto no lado da oferta quanto no lado da demanda. Pelo lado da oferta, destacam-se:

- Fator BNDES. O maior banco de desenvolvimento do Brasil sempre foi conhecido como o grande financiador de longo prazo das empresas, inclusive as do

setor de infraestrutura. Nos últimos anos não tem sido diferente, e em 2013 o BNDES bateu recorde de desembolso, chegando a R\$ 190 bilhões. Dessa forma, o próprio governo vem se tornando um grande concorrente às emissões das DIs ao fornecer taxas de juros bem abaixo do mercado às empresas que potencialmente emitiram debêntures ao mercado.

- Fator Juros. O ano de 2012 foi um ano de grande queda na taxa de juros, chegando a mínimos históricos. Dessa forma, muitas empresas correram para emitir novas dívidas pagando menos, e o resultado foi um recorde de emissões de debêntures nesse mesmo ano. Entretanto, a lei 12.431 era relativamente nova, e com isso, poucas empresas se planejaram para realizar as emissões incentivadas de DIs, tal que a primeira portaria foi aprovada só em meados de 2012.

Seguindo caminho contrário, 2013 foi um ano de alta nos juros, devido em grande parte às pressões inflacionárias iminentes. Com isso, as emissões de debêntures recuaram em relação ao ano anterior, e mesmo que muitas empresas tenham se interessado pelas DIs, elas preferiram adiar suas emissões, evitando pagar juros maiores do que era previsto. O ano de 2014, a princípio, tem se mostrado como um ano frio de emissões também, e é pouco provável que em um ano de muitas incertezas, principalmente por causa das eleições, ocorram muitas emissões.

- Risco dos emissores. Outro fator que a princípio compromete as emissões de DIs é o fato de poucas empresas quererem emitir papéis de projetos em fase de construção. Dadas as incertezas e imprevisibilidade dos projetos, as empresas são obrigadas a pagar juros bem maiores do que o normal, e dessa forma, muitas optam por adiar essas emissões até que a fase de construção do projeto esteja finalizada. O que se observa em grandes projetos é o primeiro financiamento sendo feito pelo BNDES, a única maneira de se começar a construir pagando taxas de juros menores.

É possível que com o tempo, os projetos comecem a ficar prontos e as emissões acabem ocorrendo, entretanto, o prazo atual da lei 12.431 é somente até o final de 2015, tempo possivelmente insuficiente para grandes projetos de infraestrutura, que costumam demorar alguns anos para ficarem prontos.

Além destes fatores, deve-se ainda olhar pelo lado dos investidores, que, mesmo com o incentivo fiscal, têm se mostrado receosos e cautelosos quanto às DIs. Seguem alguns dos problemas encontrados por estes:

- Fator Juros. Não somente pelo lado da oferta os juros da economia brasileira tiveram impacto negativo às emissões de DIs. O aumento observado em 2013 resultou em um maior retorno dos títulos públicos, que se tornaram cada vez mais atraentes para os investidores. Títulos públicos atrelados à inflação (NTN-B) com vencimento em 2020 chegaram a pagar uma taxa de IPCA + 7,0%, enquanto algumas debêntures com vencimento semelhante, emitidas no ano anterior, pagavam taxas de IPCA + 5,0%. Com isso, os investidores passaram a exigir retornos cada vez maiores para financiar dívidas das empresas, e muitas vezes, não encontrando papéis que satisfizessem o retorno exigido, optavam pelo menor risco dos títulos públicos.

- Fator Liquidez e Investidor Estrangeiro. A baixa liquidez é uma característica já conhecida do mercado de crédito privado no Brasil, e para as DIs não seria diferente. O resultado disso é uma grande falta de interesse por esses papéis, principalmente pelos investidores estrangeiros, que têm o costume de investir apenas em mercados dos quais possam se livrar com certa facilidade, o que não é o caso.

Os investidores não residentes eram um dos públicos alvo da lei 12.431, mas em um cenário de incertezas e volatilidades de juros, é cada vez menor a participação destes. Além disso, um dos grandes incentivos a esse tipo de investidor, que era a isenção do IOF para as DIs, acabou sendo inócuo, já que em meados de 2013 o governo federal fez o mesmo corte de tributos sobre os títulos públicos federais. Com isso, os investidores preferem não correr riscos com essas emissões que são de difícil compreensão para eles, e optam pela alta rentabilidade dos títulos públicos semelhantes.

Diversos investidores consideram ainda que aspectos regulatórios incidentes sobre as DIs, como por exemplo, a maneira que o governo define quais projetos são considerados “prioritários”, estando aptos para essas emissões ou não. Diego Valois, membro do Instituto Brasileiro de Estudos Jurídicos da Infraestrutura – IBEJI cita a

burocracia do governo e a ausência de regras e procedimentos claros para enquadrar o projeto como prioritário como uma das razões para esse cenário de baixo envolvimento das empresas. (Jornal GGN, 2014)

4.4 O que pode ser feito?

O futuro das Debêntures de Infraestrutura ainda é incerto. Mas existem medidas que podem ser tomadas pelo governo com o intuito de impulsionar esse relevante mecanismo de funding.

A primeira medida que poderia ser tomada pelo governo é a extensão do prazo de vigência da lei 12.431. Sendo válida somente até o final de 2015, já se tornou um consenso do mercado que a prorrogação desse prazo é fundamental para que a lei apresente os resultados que se esperava. Em grande parte isso se deve ao prazo dos projetos, e ao fato de que muitas empresas preferem não captar na fase inicial da construção. De acordo com Marcio Guedes, diretor da ANBIMA, o processo de amadurecimento dos projetos demorou mais do que o esperado, e por isso considera o prazo de 2015 curto, solicitando a prorrogação da isenção fiscal para 2020. (Valor Econômico, 2014)

O advogado Ricardo Simões afirma que o mercado demorou a entender algumas questões jurídicas da lei 12.431, mas que hoje o mecanismo está pronto, e juridicamente a lei está resolvida. Ele acredita que nos próximos anos, até pela necessidade de investimento, o cenário é de que mais emissões devem sair do papel. (Jornal da Energia, 2014)

Para Diego Valois, quanto aos aspectos jurídicos das DIs, entende-se vital estruturar outras garantias que possam mitigar a percepção dos investidores sobre a baixa liquidez dessas operações. Valois afirma que a participação dos bancos no financiamento dos projetos deveria diminuir, de modo que o investidor, através das DIs, possa assumir a condição de credor primário. Para ele, deve-se criar um mecanismo para que os bancos públicos possam comprar essas debêntures incentivadas, podendo ter impacto ainda no mercado secundário. (Jornal GGN, 2014)

Nesse sentido, o BNDES já tem estudos prontos para lançar, no segundo semestre de 2014, o primeiro fundo de debêntures de infraestrutura. Segundo Júlio Ramundo, diretor das áreas de Mercado de Capitais e Industrial do BNDES, a ideia é recolocar no mercado secundário títulos que o banco tenha comprado. Com isso, o banco aprova o empréstimo inicial, se comprometendo ainda a uma emissão de debêntures, com o objetivo de diversificar as fontes de financiamento. Raimundo afirma que antes de criar esse fundo, é preciso que o BNDES tenha inicialmente uma carteira de DIs, e assim que possível, levar parte desses ativos ao mercado. Entretanto, de acordo com o diretor, o ritmo de geração de ativos está mais devagar do que se imaginava, e as alterações na taxa de juros reduziram o ritmo de lançamento de debêntures. (Estadão, 2014)

O BNDES ainda pode ter um grande papel no futuro das emissões incentivadas, dependendo de quanto será o volume desembolsado nos próximos anos. Caso os recursos dos bancos públicos para financiamento seja limitado, as empresas vão ter que recorrer a outros meios, e dessa maneira é possível que as DIs comecem a aparecer com mais frequência.

Assim como discutido, o acesso da pessoa física é fundamental para o desenvolvimento do mercado secundário de debêntures. Dessa forma, Valois cita a necessidade de se aumentar e facilitar a compra dos papéis nesse mercado secundário, que apresenta ainda baixo volume negociado. Ainda são poucas as corretoras que trabalham com frequência nesse mercado, e mesmo as que investem nesse setor não têm o costume de incentivar investidores menores a participar desse mercado. Bruno Constantino salienta a importância de emissões de grandes empresas para atrair a pessoa física, e cita o exemplo da recente emissão incentivada da Vale no valor de R\$ 1 bilhão, quando 89% deste valor vieram da mão de pessoas físicas.

Um dos pontos mais discutidos sobre as debêntures incentivadas é a possibilidade de esses benefícios serem estendidos a outros setores com dificuldades de investimento no país. Dyogo Oliveira, secretário-executivo adjunto do Ministério da Fazenda, admite que essa proposta já se encontra em estudo pelo governo federal, o

que faria com que o incentivo se estenda a segmentos como o de petróleo e da indústria, além de obras em educação e saúde. Entretanto, essa medida esbarra no fato de que, no cenário de incertezas e corte de gastos para cumprir a meta de superávit primário, o governo não deve apoiar medidas que implicam desoneração tributária. (Ministério da Fazenda, 2014)

A carência que o Brasil tem em investimento é nítida, e a proposta de estender os incentivos fiscais a outros setores poderia ajudar a atrair investidores privados. Entretanto, uma medida como esta acabaria tirando o foco da lei 12.431, que é atrair capital para um dos setores em que país é mais precário, a infraestrutura. O trabalho de Torres e Macahyba (2014) sugere a eliminação da assimetria de tratamento entre as empresas dos segmentos de infraestruturas e a demais corporações do setor industrial, considerando a importância deste último para o desenvolvimento do país.

Dessa maneira, fica claro que a lei 12.431 ainda apresenta problemas, que tornam ineficiente o processo de financiamento de longo prazo, utilizando recursos de investidores privados. Mas também é claro que o governo pode intervir em alguns desses problemas, em especial na participação do BNDES, levando as empresas que visam receber recursos do banco ao mercado de capitais também.

5 Conclusão

Diversos estudos mostram a carência que o Brasil tem em investimentos, e mais especificadamente no setor de Infraestrutura. Comparativamente, o país tem no seu histórico taxas de investimento menores do que a grande maioria dos países em desenvolvimento, e seus investimentos em infraestrutura são insuficientes até mesmo para manter o seu estoque de capital.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social tem sido o grande responsável nos últimos anos pela tentativa de reversão de cenário, junto com o Plano de Aceleração do Crescimento iniciado em 2007. Sendo um dos grandes financiadores de longo prazo do país, o BNDES cresceu de forma expressiva desde o começo do século XXI, passando de um desembolso de R\$ 23 bilhões no ano 2000 para R\$ 190 bilhões no ano de 2013.

Mesmo com esse expressivo crescimento do BNDES, o investimento em infraestrutura está muito aquém do que deveria ser. Além disso, analistas já consideram que este banco já está saturado, e espera-se que os investimentos privados possam complementar esse financiamento. É nesse cenário então que surge as chamadas Debêntures de Infraestrutura.

A debênture é o instrumento mais utilizado pelos investidores privados para oferecer financiamento de longo prazo a empresas no Brasil, e o volume negociado cresce de forma expressiva com os anos. Mesmo o mercado de debêntures apresentando alguns problemas, como por exemplo, a falta de liquidez do secundário, esse título ainda chama muito a atenção de grandes investidores.

Em 2011, a medida encontrada pelo governo para atrair o capital privado ao investimento em infraestrutura foi a criação das debêntures incentivadas. Oferecendo isenção e redução fiscal aos investidores pessoa física e jurídica, respectivamente, a medida tem a intenção ajudar a captação de recursos das empresas para projetos na área de infraestrutura, considerados prioritários para o desenvolvimento do país.

A princípio, a medida parecia que poderia finalmente trazer o investidor privado a aplicar recursos nesse setor, que é caracterizado por apresentar muitos riscos durante a execução até a conclusão dos projetos. Entretanto, o resultado não foi o esperado, e devido a diversos fatores, essas emissões não saíram do papel. Mesmo sem haver um consenso entre os especialistas do setor sobre os principais problemas que afetaram essas emissões, destaca-se o cenário macroeconômico de incertezas e de elevação da taxa de juros brasileira a partir de 2013, além da concentração do *funding* de projetos pelo BNDES, gerando uma concorrência desleal às emissões incentivadas.

O cenário para os próximos anos também ainda é incerto, em parte devido às eleições de 2014 e à situação fiscal do Brasil. Contudo, alguns fatores apontam para uma melhora das emissões de DIs, só ocorrendo se houver a prorrogação do prazo da vigência da lei. Dentre esses fatores, destaca-se a diminuição do desembolso do BNDES anunciada por agentes do governo, obrigando as empresas a buscar novas fontes de financiamento. Além disso, parte dos projetos aprovados para emissão de DIs já estão em fase de construção, e, com isso, é possível que mais empresas sintam-se prontas para realizar essas emissões.

6 Referências Bibliográficas:

6.1 Artigos

Claudio Frischtak, O investimento em Infra-Estrutura no Brasil: Historico Recente e Perspectivas. Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 38, No 2.

DIAS, Agemir; LIMA, Fernando. A importância dos estudos sobre infraestrutura e logística. *Análise Conjuntural*. v.30, n.01-02, p.15, jan./fev. 2008.

Domar, E. Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment, *Econometrica*, Vol 14, No. 2. Pp. 137-147, 1946

Harrod, R. An Essay in Dynamic Theory, *The Economic Journal*, Vol. 49, No 193, pp. 14-33, 1939

HERMANN, J. O papel dos bancos públicos. Texto para Discussão, CEPAL-IPEA n. 15, 2010. Disponível em:
<http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/42498/CEPAL_15_MIOLO.pdf>. Último acesso: 09/06/2014.

Morgan Stanley (2010), “Brazil Infrastructure: Paving the Way”, Morgan Stanley Blue Paper, May.

Mourougane, A. and M. Pisu (2011), “Promoting Infrastructure Development in Brazil”, OECD Economics Department Working Papers, No. 898, OECD Publishing.

Robert, M. Solow. A contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 70, No. 1. (Feb, 1956), pp. 65-94.

Torres Filho, E, T.; Macahyba, L. Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos: Evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro. CNI, 2014.

Waldery, R. Jr. A participação privada no investimento em infra-estrutura e o papel do *Project Finance*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Texto para discussão nº495, 1997.

6.2 Notícias

Banco Nacional de Desenvolvimento. A Empresa. Disponível em:
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empr esa/>Último acesso: 09/06/2014.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO (BID). Un Nuevo Impulso para la Integración de la Infraestructura Regional en América del Sur. 2000 Disponível em:
<http://www.iirsa.org/admin_iirsa_web/Uploads/Documents/Un%20Nuevo%20Impulso%20a%20la%20Integracion%20de%20la%20Infraestructura.pdf>

Ministério da Fazenda - Resenha Eletrônica. Opinião – O financiamento de longo prazo. Disponível em:
<<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=953791>>. Último acesso: 09/06/14.

Ministério da Fazenda - Resenha Eletrônica. Represamento da Infraestrutura. Disponível em:
<<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=951934>>. Último acesso: 09/06/14.

Ministério da Fazenda - Resenha Eletrônica. Atuação do BNDES e juros altos inibem renda fixa. Disponível em:
<<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=964375>>

Jornal da Energia. Debêntures incentivadas: uma alternativa cara em 2014. Disponível em: <http://jornaldaenergia.com.br/ler_noticia.php?id_noticia=16277&id_secao=17>. Último acesso: 09/06/14

Estadão. BNDES lançará fundos com debêntures de infraestrutura. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bndes-lancara-fundos-com-debentures-de-infraestrutura,180045e>>. Último acesso: 09/06/2014.

Estadão. BNDES mantém previsão de lançar fundo de debêntures. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bndes-mantem-previsao-de-lancar-fundo-de-debentures,185056e>. Último acesso: 09/06/2014.

Fundação Dom Cabral – Relatório de Pesquisa. Pesquisa de Custos Logísticos no Brasil. Disponível em: <<http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relat%C3%B3rios%20de%20Pesquisa/Relat%C3%B3rio%20de%20Pesquisa%202012/Relat%C3%B3rio%20Pesquisa%20Custo%20Log%C3%ADstico%20no%20Brasil.pdf>>. Último acesso: 09/06/2014.

Brasil Econômico. ‘Desafio é fazer com que os projetos saiam do papel’, diz Guilherme Lacerda. Disponível em: <<http://brasileconomico.ig.com.br/brasil/economia/2014-06-03/desafio-e-fazer-com-que-os-projetos-saiam-do-papel-diz-guilherme-lacerda.html>>. Último Acesso: 09/06/14.

Jornal GGN. Alavancando a debênture de infraestrutura. Disponível em: <<http://jornalggn.com.br/noticia/alavancando-a-debenture-de-infraestrutura>>. Último acesso: 09/06/2014.

Valor Econômico. ANBIMA quer ampliar prazo de isenção para debêntures de infraestrutura. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3394982/anbima-quer-ampliar-prazo-de-isencao-para-debentures-de-infraestrutura>>. Último acesso: 09/06/14.

Tabela 2: Relação Investimento/PIB no mundo

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
World	23.254	23.943	24.484	24.457	22.449	23.572	24.146	24.393	24.481	24.828	25.137	25.476	25.820	26.052	26.142
Canada	22.816	23.763	23.950	24.019	21.778	23.339	23.845	24.657	24.351	24.287	24.299	24.451	24.603	24.674	24.664
France	19.970	20.863	21.964	21.948	18.950	19.292	20.759	19.797	19.362	19.686	19.763	19.915	20.032	20.181	20.375
Germany	17.269	18.135	19.261	19.259	16.411	17.336	18.251	17.262	16.748	17.408	17.642	17.696	17.633	17.600	17.566
Italy	20.893	21.806	22.116	21.639	18.851	20.051	19.774	17.957	17.055	17.878	18.103	18.619	19.109	19.504	20.023
Japan	22.466	22.681	22.884	22.977	19.665	19.823	20.204	20.795	21.022	21.635	21.533	21.269	21.566	21.921	22.435
United Kingdom	17.141	17.568	18.195	17.092	14.071	15.016	14.934	14.656	14.382	14.883	15.328	15.861	16.355	16.765	17.144
United States	23.220	23.330	22.347	20.784	17.514	18.402	18.442	19.047	19.502	19.859	20.482	21.185	21.725	21.963	21.935
G7	20.539	21.164	21.531	21.103	18.177	19.037	19.458	19.167	18.917	19.377	19.593	19.857	20.146	20.373	20.592
Argentina	20.827	22.957	24.123	25.056	21.209	24.432	26.071	23.902	24.211	23.472	23.168	22.937	22.699	22.546	22.422
Bolivia	14.254	13.865	15.187	17.553	16.971	17.007	19.562	17.669	21.487	21.555	21.055	20.864	20.534	19.756	19.225
Brazil	16.206	16.756	18.328	20.694	17.838	20.239	19.726	17.523	18.285	18.089	18.278	18.498	18.701	18.880	18.951
Chile	21.999	20.694	20.554	25.910	20.334	22.408	23.703	25.023	23.957	23.628	23.528	23.372	23.343	23.324	23.254
Colombia	20.221	22.403	23.027	23.487	22.440	22.126	23.747	23.582	24.236	24.533	24.550	24.754	24.886	25.167	25.473
Costa Rica	24.346	26.417	24.665	27.579	16.290	20.650	21.851	21.704	21.306	21.339	21.720	22.052	22.355	22.659	22.959
Dominican Republic	16.510	18.405	18.923	18.309	14.824	16.474	16.433	16.397	15.779	15.779	15.678	15.507	15.307	15.107	14.907
Ecuador	21.637	22.460	22.705	26.388	25.639	28.037	28.968	28.315	27.392	28.931	29.503	30.058	30.982	31.683	31.334
Mexico	22.284	23.457	23.383	24.420	22.887	22.033	22.296	23.242	22.151	22.010	22.432	22.963	23.382	23.851	24.512
Panama	18.358	19.460	24.127	27.629	25.600	25.531	27.200	28.629	30.000	29.800	29.300	29.100	28.900	28.000	27.900
Paraguay	17.017	17.140	15.774	16.404	13.792	16.226	16.207	15.351	15.920	16.507	17.299	18.141	18.871	19.499	20.356
Peru	17.890	20.043	22.842	26.879	20.709	25.202	25.316	26.661	27.604	28.398	28.715	29.103	29.493	29.771	29.878
Uruguay	17.699	19.461	19.526	23.208	19.735	18.546	19.375	21.180	21.973	20.455	19.424	18.772	18.315	18.230	18.294
Venezuela	23.004	26.922	30.340	26.826	25.797	21.972	23.072	26.597	23.741	22.908	22.035	21.907	21.859	22.066	22.240
América Latina	19.447	20.746	21.679	23.596	20.290	21.492	22.395	22.555	22.717	22.672	22.620	22.716	22.831	22.896	22.979

Tabela 3 – Papel do BNDES no financiamento de longo prazo

9. Desempenho Setorial do BNDES

Discriminação	Desembolso						Aprovação					
	jan-fev	%	Δ%	últimos	%	Δ%	jan-fev	%	Δ%	últimos	%	Δ%
			2014/2013	12 meses		12 meses			2014/2013	12 meses		12 meses
Agropecuária	3.174	11	4	18.780	9	45	1.366	7	(42)	18.050	8	0
Indústria	8.542	30	25	59.720	30	16	6.730	32	(17)	85.707	36	10
Extrativa	204	1	(23)	3.993	2	100	76	0	(26)	24.258	10	1401
Alimento e Bebida	1.165	4	23	8.087	4	23	559	3	(24)	14.904	6	59
Têxtil e Vestuário	190	1	(56)	1.655	1	(42)	114	1	(54)	1.604	1	(55)
Celulose e Papel	490	2	(39)	3.524	2	(29)	3.444	16	3.349	4.824	2	19
Química e Petroquímica	2.938	11	272	13.336	7	48	1.119	5	169	7.947	3	(56)
Metalurgia e Produtos	669	2	8	4.117	2	1	357	2	(58)	4.390	2	(16)
Mecânica	694	2	(3)	6.718	3	12	168	1	(87)	7.338	3	(28)
Material de Transporte ¹	1.273	4	9	10.413	5	38	391	2	(86)	13.665	6	(8)
Outros	920	3	(17)	7.876	4	(5)	502	2	(68)	6.777	3	(37)
Infraestrutura	9.846	35	82	66.601	34	29	6.511	31	(5)	73.250	31	(21)
Energia Elétrica	1.475	5	18	20.164	10	9	83	0	(85)	18.266	8	(50)
Construção	62	0	158	1.536	1	87	3	0	(100)	307	0	(90)
Transporte Rodoviário	4.797	17	66	23.154	12	50	3.866	20	71	24.405	11	25
Transporte Ferroviário	292	1	29	2.755	1	15	0	0	5.225	5.015	2	(6)
Outros Transportes ²	1.442	5	193	5.095	3	39	2	0	(99)	8.030	3	(10)
Ativ. Aux. Transportes ³	1.029	4	269	8.582	4	97	2.396	11	2	7.946	3	8
Serv. Utilidade Pública	255	1	38	2.176	1	28	100	0	(84)	1.830	1	(58)
Telecomunicações	491	2	552	3.110	2	(35)	56	0	224	7.424	3	(9)
Outros	4	0	(17)	30	0	(8)	3	0	(44)	27	0	(25)
Comércio e Serviços	6.919	24	18	52.625	27	14	6.233	30	(22)	58.075	25	(24)
Total	28.482	100	35	197.727	100	22	20.839	100	(18)	235.082	100	(11)

¹ fabricação e montagem de veículos automotores, embarcações, equipamentos ferroviários e aeronaves.² transportes metroviário, aéreo, aquaviário, dutoviário e outros.³ concessionárias de rodovias, gestão de portos/terminais, armazenamento e outras atividades auxiliares de transportes.

Fonte: Boletim de Desempenho BNDES – Fevereiro 2014

Tabela 4 – Características das emissões em 2013.

12.431				
Emissão	Taxa de Juros	Spread sobre NTN-B	Duration	Rating
ANHB24	2,71%	-31,660	4,70	AAA
STEN13	7,05%	81,283	5,75	AA+
STEN23	7,49%	107,511	6,78	AA+
CART12	5,80%	277,337	7,93	A+
ECOV12	3,80%	-17,311	5,86	AAA
ECOV22	4,28%	5,757	8,31	AAA
RDVT11	8,00%	205,046	7,44	AA
TEPE11	9,11%	268,210	4,45	AA+
NRTB21	7,15%	144,351	7,13	AA+
GASP23	5,10%	-12,354	4,46	AA+
GASP33	5,57%	22,786	5,54	AA+
ANHB15	4,88%	-40,832	4,54	AAA
VALE18	6,46%	5,630	5,49	AAA
VALE28	6,57%	7,797	7,04	AAA
VALE38	6,71%	16,401	8,09	AAA
VALE48	6,78%	19,174	8,75	AAA
VRCP11	8,79%	219,481	6,42	AA-
AGRU11	7,86%	131,158	6,10	AA
Debêntures Tradicionais				
Emissão	Taxa de Juros	Spread sobre NTN-B	Duration	Rating
TSAE22	5,40%	200,329	4,3	AA
SBESB7	4,50%	85,899	5,76	AA+
SBESC7	4,75%	85,692	7,5	AA+
IGTA24	4,31%	51,070	6,92	AA+
CMDT23	4,70%	101,302	6,11	AA+
CMDT33	5,20%	126,095	8,31	AA+
RDCO24	5,00%	142,968	4,25	AA
RDCO34	5,70%	183,044	6,21	AA
JSML36	7,50%	248,832	5,4	A+
LAME38	6,39%	129,487	5,83	AA-
GEPA24	6,07%	104,792	7,17	AAA
TOWE12	7,40%	191,687	4,9	AA
BPHA22	7,48%	180,923	5,35	AA
SAPR23	6,99%	93,396	5,41	AA
TERP34	7,15%	98,963	6,03	AA+
CSMG27	7,39%	121,709	4,29	AA